

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE
LIBERALIZAÇÃO DA CONTA CAPITAL**

BRUNO BOTAFOGO RIBEIRO BATISTA SANTOS
Matrícula: 105082838
E-mail: botafogobruno@yahoo.com.br

ORIENTADOR: Prof. Fernando J. Cardim de Carvalho
E-mail: fjccarvalho@uol.com.br

SETEMBRO de 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**UMA AVALIAÇÃO CRÍTICA DA PROPOSTA DE
LIBERALIZAÇÃO DA CONTA CAPITAL**

BRUNO BOTAFOGO RIBEIRO BATISTA SANTOS

Matrícula: 105082838

E-mail: botafogobruno@yahoo.com.br

ORIENTADOR: Prof. Fernando J. Cardim de Carvalho

E-mail: fjccarvalho@uol.com.br

SETEMBRO de 2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor

Dedico este trabalho à minha família, aos meus amigos e à minha namorada.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço à minha família. Sem o suporte, o carinho e a orientação que sempre recebi dentro de casa jamais conquistaria o que já conquistei e sei que não conseguirei o que ainda almejo.

Muito obrigado professor Fernando J. Cardim de Carvalho pela orientação dispensada à produção deste trabalho.

Agradeço aos meus amigos, de faculdade aos de infância. Todos influenciaram forte e positivamente na formação do meu caráter e dos meus princípios. Dentre estes, destaco duas duplas, uma de cada convívio. A primeira é formada pelo Leandro e Thiago (Robinho). Admiro e estimo muito os dois. A segunda dupla (sem ordem de importância) é composta pelos meus melhores amigos, Hugo e Daniel. Amo ambos como irmãos, e sei que o sentimento é recíproco.

Não poderia deixar de falar da minha namorada, Nildinha. Você sempre acreditou e sempre acreditará em mim. Não vejo outra forma de agradecer tudo que faz por mim, todo amor que me dá, que não seja lhe dando todo amor que também te dedico. Te amo meu favo de mel.

Apesar de já ter agradecido à família, devo destacar duas figuras chave minha irmã e minha mãe. A primeira, caçulinha da família e **quase** tão alvinegra quanto eu, não tem idéia do orgulho que tenho de sua fibra, sua capacidade de amadurecimento frente às adversidades da vida e, principalmente, do amor incondicional que a mim dedica. Tudo que fiz e que ainda farei não será suficiente para demonstrar meu amor por ela.

Minha mãe sempre me inspirou. Tudo que faço é focado num só objetivo, te dar orgulho e a vida que você merece. Morreria mil vezes por você, nunca terei como agradecer o apoio que me deu. Mesmo discordando e achando que seriam impossíveis certas coisas, você me sempre apoiava. Antes de tudo você acredita em mim. Sou muito feliz e grato por isso.

Muito Obrigado a todos!

	Pág.
INTRODUÇÃO	7
CAPÍTULO I – A PROPOSTA DE LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS.	8
I.1) Controle de Capitais, o Regime Cambial e as Taxas de Juros Domésticas	8
I.2) Consequências Macroeconômicas do Controle de Capitais	11
CAPÍTULO II - ANÁLISE CRÍTICA DA PROPOSTA LIBERALIZANTE.	16
II.1) Cambio Flutuante e Controle de Capital	16
II.2) Mercados Eficientes e a Teoria dos Controles de Capital	19
II.2.1) Mercados incompletos e informação assimétrica	19
II.2.2) Incerteza	21
II.2.3) Controle de Capitais e Autonomia	22
CAPÍTULO III – A LIÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA	26
III.1) A Conversibilidade da Moeda	26
III.1.1) O Risco País	27
III.1.2) Câmbio	30
III.1.3) A Relação Conversibilidade - PIB	31
CONCLUSÃO	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	35

RESUMO

O presente trabalho objetiva analisar de forma crítica, a partir de uma contextualização teórica e empírica, a proposta de liberalização total da conta de capital do balanço de pagamentos baseada em teorias de eficiência de mercado.

INTRODUÇÃO

O controle dos fluxos financeiros internacionais pelas autoridades nacionais não é uma inovação do século XX. Desde o século XVI países como França e Espanha, alinhados com o *bullionismo*, restringiam as principais formas de capital da época: o ouro e a prata. Logicamente, à medida que o capitalismo se sofisticava, o mesmo ocorria com as formas de controle sobre a circulação do capital.

Entretanto, foi no século XX, especialmente após a crise dos anos 1930, que as medidas restritivas se disseminaram, sendo adotadas por grande parte das economias mais desenvolvidas¹.

No decorrer das décadas de 1970 e 1980, com o processo de liberalização financeira na Europa, os mecanismos de controle de capitais foram deixados de lado pelas economias centrais e o discurso liberalizante ganhou força. A década de 1990 foi especialmente significativa para os países em desenvolvimento, pois o processo de liberalização iniciado na década de 1970 expandiu suas fronteiras até os países vistos como “periféricos”.

O presente trabalho pretende fazer uma análise crítica da argumentativa teórica defensora da liberalização financeira. Sob um ponto de vista crítico heterodoxo, serão estudadas e avaliadas as principais justificativas à adoção da livre conversibilidade da conta de capital, bem como suas principais afirmativas sobre os efeitos do controle sobre as variáveis macroeconômicas domésticas, em especial sobre as das economias em desenvolvimento.

¹ As exceções ficam por conta de EUA, Canadá e Suíça.

CAPÍTULO I – A PROPOSTA DE LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS

Esta parte do trabalho pretende fazer um apanhado geral sobre a argumentação teórica alinhada à livre mobilidade de capitais. Neste sentido, serão demonstradas, sob um viés ortodoxo, as fundamentações teóricas das prerrogativas liberalizantes. O capítulo está dividido em duas sessões.

A primeira sessão foca o papel desempenhado pelo regime cambial, as consequências sobre a percepção de risco do investidor ao e sobre as taxas de juros domésticas ao restringir seu livre funcionamento.

A sessão seguinte objetiva fazer uma síntese das principais afirmativas teóricas do *mainstream*, defensor da livre conversibilidade da conta capital. Assim, ao fim daquela as principais prerrogativas desta corrente deverão estar bem ilustradas para que nos capítulos seguintes sejam trabalhadas.

I.1) Controle de Capitais, o Regime Cambial e as Taxas de Juros Domésticas

Com o advento da liberalização financeira iniciada em 1970 e expandida aos países não desenvolvidos na década de 1990, uma série de autores destes países aderiu ao pensamento idealizado pelo referido *mainstream*, dentre os quais pode ser destacado, por exemplo, Stanley Fischer, reconhecido mundialmente como um dos principais representantes do pensamento prol liberalizante. Falando de representantes nacionais desta idéia, Persio Arida, Edmar Bacha e André Lara Resende podem ser destacados como principais seguidores brasileiros da corrente defensora da chamada livre conversibilidade da moeda², a qual indica a restrição à mobilidade dos fluxos financeiros internacionais e o regime cambial vigente como fatores determinantes para o nível das taxas internas de juros, para a estabilidade econômica e para o nível de emprego. Os autores seguem, basicamente, a todos os preceitos construídos pelos teóricos ortodoxos das economias centrais. Estes são, portanto, “ricas” fontes do postulado teórico liberalizante.

A exemplo, em seu artigo “Por uma Moeda Plenamente Conversível” (Arida, 2003), o autor foca a atenção no regime cambial, destacando como restrições normativas poderiam, desnecessariamente, elevar as taxas domésticas de juros e, conseqüentemente, trazer prejuízos macroeconômicos. De acordo com Arida, qualquer mecanismo de controle cambial deveria

² O termo é um sinônimo de livre mobilidade de capitais.

ser eliminado, sob pena de pagarmos com taxas de juros domésticas mais elevadas à medida que aumentam ou diminuem os controles. O autor afirma, ainda, que para que este efeito indesejado ocorra basta que sejam verificadas meras possibilidades de efetivação dos controles para que os efeitos adversos ocorram. Neste sentido, não haveria necessidade de imposição concreta de vedações para que se verificassem efeitos negativos em nível macroeconômico, seria suficiente estas serem politicamente viáveis. Como exemplo de “ameaça” constante, o autor cita a separação do mercado de cambio em duas esferas, a comercial e a financeira.

Assim, sob esta lógica, mesmo não existindo impedimentos práticos à arbitragem entre ambas as esferas do referido mercado, fator que elimina as defasagens de preço de um mercado para outro, o fato de o Banco Central possuir ferramentas suficientes para, a qualquer momento, aplicar mecanismos de controle (por via administrativa) indica que a livre flutuação da taxa de câmbio nunca estará garantida enquanto tais ferramentas estiverem ao alcance da autoridade monetária. Em outras palavras, o câmbio flutuante dependeria apenas da palavra do presidente do Bacen, que por vez poderia ser demitido por ato presidencial. Esta seria, portanto, uma ameaça implícita e permanente ao regime de cambio flutuante, que segundo a corrente liberalizante é o ambiente mais adequado, conforme será visto mais adiante, para inibir eventuais desequilíbrios, sendo preferível, portanto, a restrições aos fluxos financeiros.

Basicamente, o autor afirma que em regimes de cambio flutuante a possibilidade de imposição de controles tende a desvirtuar o “auto-equilíbrio” do mercado cambial. Ao eliminar as restrições à conversibilidade da moeda, os fluxos de entrada e saída tenderiam à estabilidade, o que traria menor oscilação da taxa. Assim,

“(...) não havendo risco de controles de saída, um surto especulativo que tenha provocado uma depreciação exagerada será corrigido naturalmente pelo fluxo de entrada de capitais atraído pela aquisição de ativos domésticos a preços depreciados” (Arida, 2004, p.10).

Haveria, ainda, a possibilidade de existir uma demanda reprimida por moeda estrangeira, que configuraria uma das justificativas aos controles sobre os fluxos. Seria mais compensador, entretanto, não restringir a conversibilidade, pois, nas palavras de Arida:

“(...) há em compensação uma oferta potencial por parte de estrangeiros que hoje não se materializa pelo risco de ter seus recursos aqui bloqueados ou sujeitos a regras estabelecidas após a internação dos recursos.” (Arida, 2003, p.152).

Ademais, existiriam limitadores naturais à demanda por moeda estrangeira, pois o preço de mercado (a própria taxa de câmbio) agiria como um “freio natural” à (des)valorização da moeda. Tal restrição (a taxa de câmbio, ou seja, o preço da moeda) aufere que, após certo ponto, haverá incentivo à reversão da tendência corrente. Este fenômeno ocorreria basicamente pela mudança nas expectativas dos agentes econômicos frente a taxas exageradamente destoantes da taxa de equilíbrio, ou mesmo de uma faixa razoável. Este, na verdade, é um ponto tratado também pelos defensores de controles de capital, que apontam para esta hipótese como um dos pilares inconsistentes da proposta de livre mobilidade de capitais e do câmbio flutuante. Na sessão I do capítulo seguinte será vista a referida crítica.

Além da própria taxa, ou seja, do preço que pode tornar-se proibitivo à tendência vigente, existe ainda o fato de o uso interno para a moeda estrangeira ser restrito. Assim, haveria um ponto em que o agente, necessariamente, demandaria moeda local para quitar suas obrigações internas. Isto auxiliaria, portanto, o próprio fator principal de freio à demanda por moeda estrangeira, ou seja, complementar o fator preço (taxa de câmbio) da moeda estrangeira.

Sobre a possibilidade de ser truncada a arbitragem entre os mercados cambiais, comercial e financeiro, verifica-se, por consequência desta, um risco desnecessário ao credor externo. Este fica sujeito a uma ameaça exógena (por se tratar de uma decisão unilateral, justificada pela soberania) de seu devedor tornar-se incapaz de gerar divisas estrangeiras e honrar suas dívidas devido às restrições impostas pela autoridade local. Consequentemente, as taxas de juros em dólares exigidas por aqueles credores aumentam e, em seguida, serão elevadas as taxas de juros internas, em reais.

No tocante à taxa de juros interna, o autor destaca, ainda, que o conceito de longo prazo para o mercado de crédito em países como o Brasil é muito limitado quando comparado ao padrão internacional. Por consequência, as taxas de longo prazo, em dólares, são fortemente determinadas por fatores desvinculados à conjuntura econômica brasileira, assim, a estrutura a termo das taxas de juros interna e externa são afetadas por variáveis diferentes.

Partindo desse ponto de vista, a conclusão a que se chega é que a plena conversibilidade, com total ausência de controles cambiais reduz as taxas de juros de longo prazo em dólares e, naturalmente, as taxas internas, que por sua vez, trás benefícios ao nível de emprego doméstico. De acordo com Arida (2003), “o custo de se manter o controle cambial no universo dos mundos possíveis é pago aqui e agora através de taxas de juros mais altas do que deveriam ser”. Sob tal perspectiva, adotar o regime de livre flutuação cambial é um passo determinante para o sucesso da gestão macroeconômica, pois, na própria flutuação

da taxa (de câmbio) estão os “remédios” para eventuais desequilíbrios. Assim, o referido regime pode ser encarado, segundo esta perspectiva teórica, como um controle “natural” dos fluxos financeiros, porém sem os custos presentes no controle da conta de capitais.

I.2) Consequências Macroeconômicas do Controle de Capitais

Além do impacto indesejável sobre as taxas internas de juros, gerado pelas restrições cambiais, a corrente defensora da liberdade plena dos fluxos financeiros trabalha a não desejabilidade de se manter um regime de conversibilidade restrita, seja com câmbio flutuante (de longe o preferível) ou administrado. Assim, com foco no comprometimento à confiança depositada na economia doméstica pelo investidor (principalmente o estrangeiro), a corrente afirma que a interferência na livre conversão da moeda seria determinante no que diz respeito à falta de credibilidade doméstica frente ao investidor. Tal restrição transmitiria uma mensagem clara de desconfiança por parte das próprias autoridades domésticas, em especial o Banco Central, na moeda doméstica como reserva de valor, função precípua de qualquer unidade monetária.

Assim, como consequência no longo prazo além da elevação das taxas internas de juros exigidas - para compensar a insegurança transmitida pelas próprias autoridades nacionais ao investidor (doméstico e estrangeiro) - haveria elevação do superávit primário exigido para estabilizar a moeda ao longo do tempo. Neste sentido, a desconfiança interna transmitida para o mercado afetaria positivamente o prêmio de risco exigido pelos agentes econômicos, sobretudo os estrangeiros.

No intuito de demonstrar o possível potencial danoso acerca do prêmio exigido pelo investidor para demandar títulos nacionais, é útil fazer uso de um consagrado modelo de precificação de ativos financeiros, o *Capital Asset Pricing Model* (Modelo de precificação de ativos - *CAPM*):

$$R_a = R_f + b(R_m - R_f),$$

Onde:

R_a - Rentabilidade exigida no ativo;

R_f - Rentabilidade do ativo “livre de risco”;

b - Sensibilidade do ativo ao risco de mercado; e

R_m - Rentabilidade de um cesta representativa de mercado

Sem aprofundar nas questões referentes à sensibilidade de cada ativo e em qual será a rentabilidade média de mercado, o ponto central a ser destacado é o fator “Rf”. Segundo o *CAPM*, este é um ativo livre de risco³, mas é comumente utilizada a taxa básica dos títulos de dívida pública doméstica. Assim sendo, o modelo elucida como o custo de capital pode aumentar à medida que cresce a taxa exigida para o financiamento da dívida pública, especialmente para ativos altamente sensíveis (o que, como dito, não está no escopo deste estudo).

Outro exercício interessante para elucidar a argumentativa de Arida é fazer uso de uma sistematização feita por Ferrari (2005) sobre a proposta do primeiro autor. Esta se utilizou do conceito de “paridade descoberta da taxa de juros”, segundo a qual não pode haver diferenças entre os retornos de ativos referenciados em diferentes moedas⁴. Assim, a arbitragem entre títulos internacionais e domésticos poderia ser representada pela seguinte equação:

$$(I) T_d = T_i + (S_{t+1} - S_t) + RC + RP ,$$

Onde: T_d = taxa doméstica de juros;

T_i = taxa internacional de juros;

S_{t+1} = valor esperado para o preço da moeda estrangeira no mercado *spot* no período $t+1$;

S_t = preço da moeda estrangeira no mercado *spot* no período t

RP e RC = riscos país e cambial, respectivamente.

Convém destacar os últimos dois (risco-país – RP e risco-cambial – RC), pois estes são variáveis que, segundo Arida, são afetadas pelos controles de capitais, crescendo à medida que tais restrições são verificadas. O RC é, basicamente, o risco percebido pelo investidor estrangeiro mediante a oscilação da taxa de câmbio nominal ao longo de um período. Assim, quanto maior a amplitude da oscilação maior o risco atribuído aos ativos referenciados na moeda doméstica. O RP , por sua vez, caracteriza-se como o retorno adicional exigido pelo investidor a fim de cobrir o risco de os residentes não honrarem os encargos financeiros assumidos com ele. Este risco pode derivar de duas fontes: do “calote” (*default*), ou seja, a insolvência do devedor e da restrição imposta pelas autoridades locais à conversibilidade da moeda doméstica. Assim, chamando as referidas fontes de “risco de default” (RD) e “risco de conversibilidade” (RCV), a equação pode ser expressa da seguinte forma:

³ Sabe-se que, teoricamente, nenhum ativo pode ser classificado como 100% livre de risco. O que o modelo *CAPM* faz é apenas uma aproximação, ou uma adaptação.

⁴ Paridade de Fisher (1930)

$$(II) Td = Ti + (S_{t+1} - S_t) + RC + RD + RCV,$$

onde: $RD + RCV = RP$

Partindo da premissa de que o risco de conversibilidade (RCV) é significativo⁵ e orientando-se pela equação II, aufere-se que a imposição de mecanismos restritivos aos fluxos financeiros internacionais aumenta as taxas domésticas de juros. Arida adota ainda outro pressuposto, o de que o risco cambial é, também, afetado pelo risco de conversibilidade. Neste sentido, o impacto das restrições não estaria limitado às consequências diretas no risco-país, pois o câmbio adquiriria maior volatilidade, aumentando a percepção do risco e aumentando, como um segundo efeito, a taxa interna de juros.

Arida afirma, ainda, que o sucesso de algumas âncoras cambiais na América Latina deve-se, em muito, pela formação de boas expectativas inerentes à livre conversibilidade da moeda, que compensou os efeitos “maléficos” da âncora. Porém, apesar da confiança transmitida ao mercado, existe um limite que, se transcendido, abala significativamente a credibilidade do regime de cambio administrado.

Se por um lado é difícil calcular com precisão a taxa de equilíbrio, por outro é muito fácil identificar taxas excessivamente sobrevalorizadas. Qualquer agente reconhece à primeira vista⁶. Uma vez percebidos, os desequilíbrios geram tendências praticamente impossíveis de serem contidas, a demanda por moeda estrangeira chegará a um ponto em que o nível de reservas será crítico independentemente da conversibilidade ou não da moeda. Tentativas de conter tais tendências apenas trariam maiores danos.

Por outro lado, para regimes de livre conversibilidade e flutuação cambial não há o mesmo compromisso por parte do Banco Central em variar suas reservas de acordo com o câmbio vigente, ou seja, o fluxo negativo de divisas não leva à necessidade de frear a demanda por moeda estrangeira.

Existem segundo Arida, dois argumentos fundamentando a corrente teórica oposta à livre conversibilidade. O primeiro refere-se à necessidade de conter exageros típicos de mercados cambiais, sustentada na premissa acertada de que mercados, de um modo geral, extrapolam tendências. A alocação resultante da livre oferta e demanda por moeda estrangeira não gera, necessariamente, o melhor equilíbrio. A adoção de controles de capitais, entretanto, não configura a melhor alternativa do ponto de vista microeconômico para momentos de alta volatilidade. Possibilidades de ajuste como aumento ou redução de reservas, ou ainda, taxação temporária universal ao fluxo, de entrada ou saída, apesar de indesejáveis, são alternativas

⁵ Esta é a premissa básica da corrente prol liberalização da conta de capital.

⁶ Díaz Alejandro (1985) chama tais taxas de “girafas”, fazendo uma analogia à facilidade de se identificar taxas cambiais alarmantes com a de se observar uma girafa mesmo quando distante.

melhores, nas palavras daquele autor o aumento das taxas derivam de “normas e regulamentos que privilegiam, por ato do Príncipe, certas categorias de transação e certos agentes em detrimento dos demais”. O segundo argumento, por sua vez, afirma existir uma demanda reprimida por moeda estrangeira, que caso não fosse contida, geraria forte depreciação da moeda local devido à fuga em efeito manada para divisas internacionais.

O segundo argumento, na verdade, é o principal dos defensores de restrições à conversibilidade da moeda em regimes flutuantes. Apesar de fazer sentido, tal argumentação trás em seu bojo a hipótese de que a moeda local não tem credibilidade no que tange a uma de suas principais características: a função de reserva de valor. A moeda seria percebida como um ativo de segunda classe.

A contra-argumentação é que essa cautela demasiada acarreta num círculo vicioso. O que o Bacen faz, ou deixa de fazer, age como um sinalizador para os agentes de mercado quanto às expectativas da própria autoridade monetária.

”Os elevados prêmios de risco, interpretados pelo Banco Central como resultantes de avaliação exógena do mercado sobre os fundamentos e justificadores, portanto, de sua prudência, em boa medida apenas refletem a leitura do que ele, Banco Central, está sinalizando ao próprio mercado”. (Arida, 2003, p.141).

O círculo vicioso faz com que os prêmios de risco mantenham-se elevados, o que conforme já dito, exige um superávit primário maior para estabilizar a moeda do que seria com a livre conversibilidade.

Pérsio salienta, porém, que apesar de verificar-se necessária e benéfica à economia doméstica como um todo, a eficiência da livre conversibilidade da conta de capitais depende do talento e da capacidade analítica dos executores, havendo dois caminhos a serem trilhados pelos mesmos. O primeiro é por reformas e por esforço cambial, apenas. O segundo é através da incorporação da conversibilidade à primeira estratégia, de forma a reduzir o custo de capital no Brasil via redução, inerente à própria conversibilidade, do prêmio de risco.

Além disso, outras vantagens atribuídas pelo *mainstream* à plena conversibilidade da moeda são apontadas por Arida: (i) possibilidade remota de moratória, pois, em tal regime, somente com um calote de 100% da população interna devedora com o exterior tal realidade seria possível, pois quem deve neste caso, são as pessoas físicas e jurídicas, e não o país; e (ii) haveria redução drástica dos custos de transação com o mercado externo, o que traria ganhos de eficiência para a sociedade como um todo.

Controles de capitais trazem, portanto, altos custos e os benefícios obtidos são na melhor das hipóteses inócuos⁷. A vantagem da livre conversibilidade reside na compensação

⁷ Entende-se, *a priori*, que são nocivos.

verificada quanto ao “custo benefício”, pois os ganhos de bem-estar são largamente compensadores. Tal visão é corroborada por Fischer, segundo o qual:

“O (...) argumento em prol da liberalização é o de que os benefícios potenciais ultrapassam os custos. Colocado em abstrato, movimentos livres de capitais facilitam a alocação global eficiente de poupanças e canalizam recursos para seus usos mais produtivos, aumentando assim o crescimento econômico e o bem-estar. (Fischer, 1998, p. 2, apud Cardim de Carvalho, p.11, 2006).

Em síntese, a proposta liberalizante aponta para consequências macroeconômicas indesejáveis, fruto das restrições impostas aos fluxos financeiros internacionais. São estas as seguintes conclusões: (i) o risco país é afetado positivamente pelo grau de controles de capitais existentes. Logo, o risco de conversibilidade, por ser significativo, sempre será alto quando existirem mecanismos (mesmo que não postos em prática) capazes de restringir os fluxos financeiros internacionais e (ii) existe uma relação direta e positiva entre os riscos de conversibilidade e o cambial. Assim, ao eliminar as possibilidades de controles de capitais, a economia doméstica veria suas taxas de juros internas reduzidas e apresentaria menor oscilação cambial, que também contribuiria com a referida redução. Indo mais além, admitindo como verdadeira tais hipóteses, pode-se concluir que (iii) a conversibilidade da moeda afeta positivamente o PIB, pois ao reduzir o custo de capital (devido às consequências da livre mobilidade sobre os juros internos), o investimento agregado é incentivado, aumentando o nível de emprego. Esta síntese será objeto de estudo crítico nos capítulos seguintes.

CAPÍTULO II – ANÁLISE CRÍTICA DA PROPOSTA LIBERALIZANTE

Neste capítulo pretende-se analisar, sob um ponto de vista heterodoxo, a argumentação favorável à liberalização da conta de Capital. Para tanto serão evidenciados argumentos de origem prol liberalização abordados no capítulo anterior e outros mais, e as respectivas críticas inerentes aos contrários desta idéia. Neste sentido, foram selecionados tópicos freqüentemente debatidos no campo teórico e de significativa importância tanto para economistas defensores da livre mobilidade dos fluxos internacionais, quanto para os que defendem a necessidade de controlá-los. Os objetos de estudo neste campo são: (I) o regime cambial e (II) a eficiência de mercado.

Primeiramente, na seção I deste capítulo, será feita uma análise teórica acerca do papel exercido pelo cambio flutuante num contexto de livre mobilidade de capitais, seus limites e potenciais efeitos adversos à economia doméstica. Posteriormente, na seção II, estudar-se-á a teoria dos mercados eficientes em seus principais pilares e respectivas fragilidades. Desta forma será feito um confronto entre a *Teoria dos Mercados Eficientes* (leia-se auto-suficientes) e três dos principais obstáculos a este pensamento: (1) existência de mercados incompletos, (2) a incerteza inerente a qualquer operação, seja na esfera real ou financeira e (3) os impactos resultantes de controles de capitais, danosos ou benéficos, sobre a autonomia da política econômica doméstica.

II.1) Cambio Flutuante e Controle de Capital

Um importante argumento em prol da liberalização da conta de capital é o de que um regime de flutuação cambial age como “substituto natural” ao indesejado controle dos fluxos financeiros. Nessa abordagem os mecanismos estabilizadores de bruscos movimentos de capitais estão inseridos no próprio sistema de cambio flutuante. Assim, a própria taxa de cambio criaria desestímulos aos agentes, agindo de forma contracíclica aos movimentos exagerados do mercado, sendo, portanto, mais eficiente que o controle efetivo. Uma série de críticas pode ser feita acerca desta argumentativa. Para tanto cabe expor suas hipóteses, bem como suas respectivas fragilidades.

Pode-se destacar como principal hipótese a não existência de limites à flutuação cambial. Ou seja, a moeda doméstica pode oscilar frente à estrangeira, valorizando ou

depreciando, a mercê da relação oferta-demanda sem que haja impactos na economia real. Tal hipótese repousa, por vez, sobre pilares inconsistentes, que i) superestimam o efeito substituição e ii) negligenciam a taxa de câmbio como instrumento formador de expectativas dos agentes.

Entender que uma economia pode, sem prejuízos, adaptar-se a qualquer patamar da taxa de câmbio implica supor que todos os impactos sobre preços internos resultam apenas em realocação de recursos, sem qualquer influência sobre os níveis agregados de renda e emprego, ou seja, o efeito-renda⁸ é nulo para qualquer taxa cambial. Assim, o sistema doméstico de preços seria infinitamente flexível, de tal forma que a estrutura produtiva do país poderia, por hipótese, variar livremente conforme os preços relativos. Esta hipótese configura, então, uma das principais restrições à idéia de que o câmbio flutuante agiria como um mecanismo auto-estabilizador, ou seja, que as próprias distorções seriam corrigidas pelas forças de mercado e da maneira mais eficiente possível.

Além da rigidez da estrutura produtiva, outro fator impossibilita a hipótese superestimadora do efeito substituição⁹. Uma economia com alto coeficiente importador dificilmente conseguirá superar uma desvalorização acentuada de sua moeda mediante substituição dos bens importados. Efeitos-renda são, para estas economias, inevitáveis e potencialmente danosos. Mais perigoso ainda é o efeito-riqueza¹⁰, pois esta afeta a situação patrimonial das empresas. Mesmo para economias essencialmente exportadoras que, a princípio, são favorecidas pela desvalorização cambial doméstica, a depreciação da moeda interna pode ser perigosa. Numa economia (assim como para as empresas) a desvalorização cambial tem efeito potencial danoso quando o balanço de pagamentos apresentar passivo líquido positivo em moeda estrangeira, ou seja, quando o passivo em câmbio for maior que o ativo correspondente. Analogamente, o mesmo pode ser dito de uma posição líquida contrária (ativo externo maior que passivo externo), pois como esta representa um perfil detentora de direitos em moeda estrangeira, a valorização da moeda nacional acarretaria aumento de despesas e redução de receitas. É notório, portanto, que para qualquer situação de desequilíbrio nas contas externas a oscilação cambial brusca pode trazer graves conseqüências.

⁸ O efeito-renda é caracterizado como a alteração no padrão de consumo derivada de alteração na renda. No caso da economia agregada, a mudança seria padrão da demanda doméstica. A renda seria o PIB.

⁹ O efeito-substituição ocorre quando há mudança no padrão consumo decorrente da variação dos preços dos bens.

¹⁰ Efeito riqueza é entendido como a conseqüência da variação dos valores dos ativos e passivos sobre o estoque (a riqueza).

Outro potencial impacto negativo decorrente de uma política econômica subestimadora dos efeitos riqueza e renda é a inflação. Numa economia onde a substituição dos itens importados é lenta ou mesmo inviável o alto grau de inelasticidade da demanda interna fatalmente acarretará em aumento dos níveis inflacionário, uma vez que quase a totalidade da desvalorização da moeda e a conseqüente depreciação dos termos de troca são transmitidas para os preços finais com pouca alteração na quantidade demandada. Situações adversas do tipo podem - como é de fato comum ocorrer - levar as autoridades monetárias a tomarem medidas restritivas, geralmente elevando a taxa básica de juros, o que tende a potencializar os efeitos renda e riqueza¹¹. Cabe salientar que, conforme lembra Cardim de Carvalho (2006), “o problema central não é o de gerar a reação da política econômica, mas de permitir que movimentos de capitais criem a situação em que a intervenção ocorra”.

Na lógica do segundo pilar, a taxa de câmbio configura um preço cujo bem é a moeda estrangeira e, como em qualquer bem comum, chega um ponto em que a elevação do preço resulta em significativa retração da demanda e, conseqüentemente, há tendência de redução do mesmo e conseqüentemente o preço do bem (a moeda estrangeira) tende a cair, ou seja, ocorre apreciação da moeda local.

Fica evidente a negligencia nesta análise que em nenhum momento leva em consideração os impactos derivados do comportamento da taxa de cambio na formação das expectativas dos agentes econômicos. Como na maioria dos ativos, o que representa risco para o investidor não é o nível da taxa de câmbio, mas sim a oscilação desta. Quanto mais volatilidade apresentar o câmbio a mais risco estará exposto o agente envolvido em operações financeiras em moeda estrangeira, seja este residente ou estrangeiro. Neste sentido, a volatilidade reduz a confiança do investidor, pois aumenta a incerteza. O ambiente incerto, resultante da alta volatilidade cambial, aumenta o custo de capital, trazendo restrições aos investimentos. Ainda em Cardim de Carvalho:

“O livre movimento de capitais, assim, mesmo que eventualmente revertido em função de variações na taxa de câmbio, gera, como subproduto do próprio processo de ajuste, desequilíbrios potencialmente significativos”. (Cardim de Carvalho, 2006, p. 21)

Dessa argumentação, segue-se que a mobilidade de capitais, tendo o regime de livre flutuação cambial como instrumento de defesa contra exageros de mercado, em substituição a possíveis controles de capital, trás em seu bojo duas falhas críticas: i) ignora os efeitos

¹¹ A justificativa para a elevação dos juros está em atrair, pela promessa de maiores rendimentos, o capital externo de forma a conter a desvalorização da moeda doméstica.

adversos da distorção alocativa, resultante dos efeitos renda e, especialmente, riqueza e ii) devido à deterioração da previsibilidade econômica, o ambiente de incentivos a investimentos é severamente afetado. A proposta combinadora de cambio flutuante e livre mobilidade de capital mostra-se, a bem da verdade, ser de difícil concepção uma vez que a oscilação cambial apenas acentua o ambiente de incerteza.

Além das falhas evidenciadas nesta seção outra também merece destaque, tanto pela recorrência no ambiente acadêmico e teórico, quanto pelo reconhecimento como uma “verdade óbvia” por grande parte dos economistas. A saber, a perda da autonomia no campo das políticas econômicas, em especial a política monetária, sob regimes de cambio fixo e, alternativamente, a autonomia quase total garantida pela livre flutuação do cambio nominal, ambos subjacentes a sistemas livre mobilidade de capitais. Estes serão objetos de estudo na seção II.1.3.

II.2) Mercados Eficientes e a Teoria dos Controles de Capital

A tese de liberalização da conta de capitais, fundamentada na teoria dos mercados eficientes pode ser criticada por dois fatores críticos: (1) os mercados são incompletos, principalmente devido à assimetria nas informações para os agentes e, (2) à incerteza inerente a qualquer transação financeira, com destaque em ambientes entendidos como imaturos financeiramente. Além destes, existe o argumento da (3) autonomia proporcionada pelos controles de capital aos governos nacionais.

II.2.1) Mercados incompletos e informação assimétrica

Partindo do primeiro fator, argumenta-se que a existência de mercados eficientes exige uma série de condições praticamente utópicas. Não apenas deve existir e ser conhecido o equilíbrio geral, no sentido estrito da literatura convencional, como também este necessariamente deve ser natural às atividades de mercado, ou seja, todas as ações devem convergir para este equilíbrio. Neste sentido, a existência de falhas de mercado, tais como externalidades e assimetria de informações, gerando mercados incompletos, impossibilita a convergência para um equilíbrio paretiano.

Outros problemas originados pela assimetria de informações dificultam a existência de um equilíbrio geral (no sentido aqui estabelecido). Distorções nos preços, derivados das próprias assimetrias de informação entre os agentes da transação geram efeitos negativos,

tais como seleção adversa, problemas de agente/principal dificultam resultados eficientes, já que os incentivos para o agente são por muitas vezes destoantes das motivações do principal e o grupo de informações que este e o principal tem acesso são diferentes em amplitude e relevância.

Uma alternativa seria aceitarmos como empiricamente válida a hipótese de expectativas racionais e não apenas como instrumento analítico, apenas com uma ressalva tão forte as ações dos agentes “livres” inevitavelmente levariam a resultados eficientes de pareto.

Nessa visão justifica-se a cautela de qualquer processo de liberalização financeira internacional. Stiglitz e Rodrik são dois expoentes da corrente que foca a existência de falhas de mercado como entraves aos ganhos de eficiência. Nas palavras de Modenesi:

“A presença de mercados incompletos e de informações e de informação imperfeita compromete a existência e a estabilidade do equilíbrio competitivo. Nesta situação, o livre funcionamento do mercado não necessariamente levará a um equilíbrio eficiente no sentido de Pareto” (Modenesi, 2006, p. 71)

Seguindo o raciocínio dos autores, o controle de capitais se justificaria por corrigir - ou atenuar - as falhas intrínsecas a qualquer mercado, neste caso o financeiro, que impossibilitam atingir a alocação eficiência.

Stiglitz (2001) observa, ainda, como as chamadas ‘grandes externalidades’ ocasionadas pela volatilidade dos fluxos de capitais, afetam o desempenho econômico. Fugas de capitais desvalorizam a moeda nacional e comprometem a capacidade de honrar dívidas das empresas nacionais. Em contrapartida, intensos fluxos de entrada deterioram os termos de troca do país, afetando a competitividade internacional das empresas nacionais. Em ambos os casos, as empresas que não “perderam” recursos e que não receberam os recursos advindos das grandes entradas e saídas de capital também sofrem as consequências descritas, caracterizando assim o fenômeno das ‘externalidades’. Tornam-se legítimas, segundo Stiglitz, afetar por meio de controles os fluxos financeiros internacionais:

“Fluxos rápidos de capitais para dentro ou para fora de um país causam amplas perturbações, gerando o que economistas chamam de ‘grandes externalidades’(...). Esses fluxos geram distúrbios enormes na economia como um todo. Governos têm o direito, ate mesmo a obrigação de adotar medidas para conter esses distúrbios” (Stiglitz, 2001, p. 124,).

II.2.2) Incerteza

Entre os defensores de controles de capitais podem ser destacados aqueles que apontam, fundamentalmente, para a incerteza, típica de qualquer operação, financeira com destaque, como a justificativa-raiz ao controle dos movimentos de capitais. Argumentam, assim, que numa economia de mercado as decisões são orientadas não apenas por dados objetivos, como, por exemplo, a busca pura e simples por lucro, mas também por variáveis subjetivas, tais como *animal spirits* e estados de confiança. Assim, a incerteza passa a ter papel fundamental nas tomadas de decisão, pois, tais subjetividades abrem espaço para comportamentos vistos pela literatura convencional como não racionais. De acordo com essa linha¹² não existe, portanto, uma *invisible hand* capaz de orientar o mercado para um equilíbrio pré-determinado, mesmo que este seja conhecido.

Neste sentido, as chamadas forças de mercado não são por si próprias eficientes para transmitir as informações que os agentes necessitam de modo a eliminar as incertezas. No entanto, é capaz de gerar movimentos coordenados, o que pode trazer consequências adversas à economia pois em situações de crise efeitos de manada potencializam os danos.

Tendo o dito em vista, e partindo de um ponto de vista amparado na lição de *Minsk* (1980) acerca da suscetibilidade quase “natural” das economias em períodos de crescimento à criação de bolhas especulativas, e considerando, portanto, a constante ameaça de crises em ambientes econômicos prósperos e estáveis, instrumentos que limitam as expectativas de forma a direcioná-las e canalizá-las, por intermédio de regras ou instituições, para sentidos opostos à criação, ou ao agravamento, das referidas bolhas configuram artifício relevante no tocante à manutenção do crescimento e da estabilidade macroeconômica, e financeira em particular.

Sob esta ótica, essa escola defende, portanto, o controle de capitais como um recurso não apenas capaz de garantir estabilidade, mas também de atenuar ou até mesmo evitar crises econômicas. Verifica-se, ainda, que a lógica argumentativa baseada na incerteza encontra fundamento no conceito de informação assimétrica. Na verdade, tais argumentos são, basicamente, desdobramentos, ou derivados, do estudo das ineficiências resultante da referida assimetria.

¹² A corrente defensora de controles baseados na incerteza tem como principal inspirador J. M. Keynes.

II.2.3) Controle de Capitais e Autonomia

A mesma perspectiva que alerta para a incerteza como fator relevante à justificativa de controle de capital também procura destacar o papel deste na autonomia das decisões políticas locais. Keynes foi um dos principais defensores desta idéia. Segundo o autor, o controle de capitais é um dos pré-requisitos à autonomia da política monetária nacional¹³. Em sua visão, o controle de capital figura um importante mecanismo garantidor da determinação “soberana” das taxas de juros domésticas, permitindo aos governos locais combater males como baixos níveis de emprego. Sua ausência dificulta o sincronismo entre políticas monetária e fiscal anticíclicas. Portanto, os *policy makers* abdicariam de um importante aparato no combate ao desemprego. Em Bretton Woods Keynes evidenciou essa postura com as seguintes palavras:

“A meu ver, toda a administração da economia domestica depende da liberdade de se ter taxa de juros apropriada sem referencia às taxas prevalecentes no resto do mundo. O controle de capitais é um corolário disso.” (Moggridge, 1980, p. 149, apud Cardim de Carvalho, p.17, 2006, grifo meu)

Corroborando e complementando a argumentativa de Keynes, Tobin afirma que a dificuldade imposta pela mobilidade de capitais reside na drástica redução da autonomia dos bancos centrais em suas políticas econômicas no que tange a políticas adequadas às economias domésticas, com destaque para a política monetária. Em suas palavras:

“(...) A mobilidade de capitais financeiros impõe limites às diferenças entre as taxas de juros nacionais e, portanto, restringe severamente a capacidade de os bancos centrais e dos governos de adotar políticas monetárias e fiscais que sejam apropriadas para suas economias” (Tobin, 1978, p.153, apud Oreiro, 2006, p.32, grifo meu)

De acordo com o autor, e ao contrario do que prediz o *mainstream*, apoiado no modelo *Mundell-Fleming*¹⁴, o grau de autonomia não é determinado pelo regime cambial adotado, tampouco ocorre redução do mesmo de forma mais intensa em regimes de cambio fixo. Para grande parte dos economistas somente em regimes de cambio fixo ocorreria redução da

¹³ Keynes (1930, p. 313-315)

¹⁴ Segundo o qual há perfeito controle sobre a oferta monetária ou sobre os juros domésticos numa economia onde o regime cambial é de flutuação pura.

autonomia dos bancos centrais, já que a *paridade descoberta da taxa de juros* força as autoridades monetárias a nivelar as taxas de juros domésticas num patamar idêntico (ou muito próximo) à soma exigida pelo investidor internacional, ou seja, prêmio (risco país) mais o *benchmark*¹⁵ das taxas de juros internacionais. Caso esta soma seja inferior ao exigido a demanda pelos títulos da dívida soberana do país será significativamente reduzida, quando não zerada. Nesse contexto, a política monetária deixa de ser um instrumento autônomo, tornando-se um componente exógeno à economia doméstica, e alterações com vistas a maiores níveis de emprego e renda estariam fora de cogitação.

Já economias sob regime de livre flutuação cambial haveria bancos centrais perfeitamente autônomos no que toca a condução da política de juros domésticos, desde que respeitasse a flutuação pura da taxa de câmbio. O argumento pode ser melhor ilustrado fazendo-se uso da equação da paridade descoberta da taxa de juros.

$$i = i^* + p + (E^e/E - 1) \quad (1),$$

Onde: i = taxa de juros doméstica;

i^* = taxa de juros internacional (*benchmark*);

p = prêmio de risco-país;

E^e = taxa de câmbio nominal esperada para o futuro, formulada hoje;

E = valor corrente da taxa de câmbio nominal e;

$(E^e/E - 1)$ = expectativa de desvalorização nominal do câmbio

A equação (1) tem como hipóteses o caráter exógeno frente à economia doméstica das taxas de juros internacionais, do prêmio de risco-país e das expectativas de taxa de câmbio nominal. Desta forma o banco central, caso deixe o câmbio nominal flutuar livremente, possuirá liberdade para escolher a taxa nominal de juros, garantindo assim o equilíbrio da equação. Portanto, nesta linha de raciocínio, a autonomia monetária de um país está garantida sob um regime de câmbio flutuante aliado à livre mobilidade de capitais.

Tobin desconstrói a afirmativa de que regimes de câmbio flutuante resguardam a autonomia das autoridades monetárias locais, pois, a livre flutuação do câmbio pode causar efeitos adversos consideráveis tanto em nível macro como microeconômico. Estes efeitos podem, por sua vez, forçar os governos a intervir no mercado de câmbio na tentativa de estabilizar a correspondente taxa. Soma-se ainda, que nada garante o caráter exógeno da formação das expectativas quanto ao câmbio nominal.

¹⁵ O *benchmark* das taxas de juros internacionais é a referência para todas as demais taxas básicas dos países. Este *benchmark* é a remuneração oferecida pelos títulos do tesouro americano, que historicamente são os ativos mais seguros do mundo (risco zero).

De acordo com Tobin, em ambientes econômicos sob câmbio flutuante e perfeita mobilidade de capitais, políticas monetárias expansionistas afetam a economia real mais pelo efeito resultante no câmbio do que pela redução dos juros. A redução das taxas de juros provoca, devido ao intenso movimento de capitais resultante para este cenário, depreciação da moeda local. Ocorre que, no curto prazo, a tendência é de que o impacto de uma desvalorização do câmbio sobre a balança comercial seja negativo. Isso porque no curto prazo os preços internos tem maior rigidez, somente se a condição de *Marshall-Lerner* for satisfeita este impacto será reduzido ou convertido. Ou seja, somente se no médio prazo o impacto sobre as exportações líquidas forem positivas, de modo que o fato de a importação ter ficado mais cara seja superado pelo aumento do *quantum* exportado. Acontece que no curto prazo o efeito negativo sobre a balança comercial pode induzir os agentes a esperar uma nova onda de desvalorização, conforme explica Oreiro:

“(...) uma depreciação do câmbio tende inicialmente reduzir as exportações líquidas e não a aumentá-las, de maneira que ela terá um efeito inicial recessivo sobre o nível de atividade econômica. Tal fato pode incutir nos agentes a idéia de que a depreciação não foi grande o suficiente, levando-os a esperar uma nova depreciação.” (Oreiro, 2006, p.34)

Essas expectativas de curto prazo podem gerar significativos movimentos de demanda por moeda estrangeira, o que acarretaria de fato em nova desvalorização cambial. Verifica-se, então, a possibilidade de ciclos viciosos de desvalorização ou como denominou Oreiro (2006), ciclos de “profecias auto-realizáveis” gerando uma bolha especulativa.

O resultado comercial da balança pode, ainda, figurar um componente poderoso na dinâmica econômica de países com economias com altos níveis de abertura comercial. Isto porque um país que desvaloriza sua moeda está impondo aos demais concorrentes um choque deflacionário, e a resposta destes tende ser desvalorização de suas respectivas moedas. Sendo assim, as autoridades monetárias destes países podem se ver obrigadas a reduzir suas taxas básicas as com o intuito de assegurar a competitividade internacional de seu país, afetando, assim, à autonomia destes.

Por último, cabe frisar que dificilmente os bancos centrais (BCs) serão capazes de construir nos agentes econômicos expectativas de (des)valorização nominal do câmbio condizentes com as taxas de juros desejadas por estes (BCs). Mesmo para situações onde os

preços refletem perfeitamente todas as informações disponíveis¹⁶ a autoridade perderia autonomia. Isto porque para neste cenário a previsão racional para a taxa de câmbio é zero. Sendo assim, voltamos à equação de paridade descoberta (1) que torna obrigatoriamente a taxa doméstica de juros igual à soma dos juros internacionais com o prêmio de risco-país e a autonomia dos BCs sobre os níveis de juros internos fica seriamente comprometida.

Segue-se que independentemente do regime cambial adotado, que afeta a autonomia político-econômica, mas sim a mobilidade de capitais que afeta, o regime cambial é irrelevante. Nas palavras de Tobin:

“Eu acredito que o problema fundamental hoje não é o regime de cambio, fixo ou flutuante. O debate sobre o regime cambial obscurece o problema essencial. Esse problema é a mobilidade excessiva do capital financeiro” (Tobin, 1978, p.153, apud Oreiro, 2006, p.32)

Neste sentido, ao mesmo tempo em que controles dão autonomia às economias, também as protegem contra choques externos. Neste sentido, mudanças bruscas que potencialmente afetariam o balanço de pagamentos seriam controladas ou atenuadas pelos controles, conforme ilustra um trabalho de Davidson apresentado em seminário sobre regulação realizado em Londres:

“A função dos controles de capital é impedir que mudanças no balanço entre ursos e touros atropelam os market-makers e induzam mudanças rápidas nas tendências de preços, pois tal volatilidade pode ter consequências reais devastadoras.” (Davidson. 1998, apud Cardim de Carvalho, p.16, 2006)

Pode-se dizer que existe consenso quanto à autonomia proporcionada aos governos locais pelos controles de capital. Porém, o mesmo não pode ser dito quanto à desejabilidade desta consequência. Para economias em desenvolvimento em particular o debate torna-se mais crítico, devido ao argumento, de certa forma implícito, de que tais governos usariam irresponsavelmente a autonomia em questão, afetando negativamente o bem-estar da própria economia e população.

¹⁶ Eficiente no sentido de Fama.

CAPÍTULO III – A LIÇÃO TEÓRICO-EMPÍRICA

No presente capítulo serão retomados argumentos trabalhados tanto no sentido pró liberalização da conta de capital, quanto no sentido contrário a esta idéia. Porém, o presente capítulo objetiva ir além da argumentação teórica. Para tanto, será feito uso de resultados obtidos em estudos econométricos¹⁷ realizados por autores consagrados no campo acadêmico, buscando evidências empíricas acerca dos impactos macroeconômicos decorrentes do grau de conversibilidade da conta capital em economias emergentes, destacadamente o Brasil.

Assim, com o intuito de avaliar da melhor forma possível os referidos impactos, serão utilizados resultados de estudos empíricos sobre a proposta liberalizante de Arida e estudos acerca da liberalização em países emergentes.

Deve ser feita, aqui, a ressalva de que a evidência empírica, tal como a argumentação teórica, é suscetível a inconsistências e não trás uma verdade absoluta. O intuito aqui é utilizá-la apenas como guia para a conclusão teórica, trata-se de um mero respaldo.

Em seguida, com base nas argumentativas dos anteriores capítulos e à luz da evidência empírica, buscar-se-á uma posição no tocante aos efeitos da conversibilidade da moeda sobre as variáveis macroeconômicas: câmbio, juros e atividade econômica.

III.1) A Conversibilidade da Moeda

Esta sessão fará uso de um estudo empírico significativamente importante para a avaliação da proposta de Arida, trabalhada no capítulo I, elaborado José Luis Oreiro, Luiz Fernando de Paula, Guilherme Jonas Costa da Silva e Fábio Ono em “Uma avaliação empírica da proposta de conversibilidade do real” (2006). O artigo buscou estudar a relação existente entre o grau de controle de capitais e as variáveis: juros domésticos, crescimento econômico e volatilidade cambial.

Além de utilizar os resultados empíricos de Oreiro, será feita uma avaliação crítica acerca da referida proposta. Cabe destaque aqui o artigo de Ferrari (2005) intitulado “Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade”.

¹⁷ A discussão metodológica ou elaboração econométrica fogem ao escopo deste trabalho, não sendo, portanto, abordadas aqui. Interessa-nos, apenas, evidenciar os resultados a fim de respaldar alguma posição teórica.

III.1.1) Risco País

Ferrari nos atenta ao fato de que a argumentação teórica de Arida de que as restrições à conversibilidade da conta de capitais aumentam as taxas de juros interna e externa não encontram respaldo jurídico. Ademais, no campo teórico, Cardim de Carvalho aponta que:

“(...) não há argumentos específicos oferecidos em apoio da remoção de controles de capitais em si. (...) defende-se a liberalização financeira externa pelas mesmas razões que se defenderia a liberalização doméstica: a melhor alocação de recursos e maior diversificação de carteiras, permitindo administrar riscos de forma mais eficiente.”
(Cardim de Carvalho, 2006, p. 12, grifo meu)

O próprio autor fez a crítica teórica acerca da teoria dos mercados eficientes¹⁸, matéria tratada no segundo capítulo deste trabalho.

Voltando a Ferrari e sua avaliação crítica, o autor destaca que a década de 1990 no Brasil foi marcada por uma trajetória liberalizante em se tratando da conta de capital do balanço de pagamentos. No entanto, apesar da crescente liberalização verificada na década, a mesma não foi acompanhada por redução das taxas de juros domésticas.

Ferrari aponta também para a afirmativa de Arida, trabalhada no capítulo I, de que ao adotar a conversibilidade livre o Banco Central está afirmando em alto e bom som a confiança em sua política. Como para Arida a boa gestão macroeconômica é fundada no chamado “tripé saudável de políticas macroeconômicas” (superávit fiscal primário expressivo, taxa básica de juros voltada para a obtenção da meta inflacionária e taxa de câmbio flutuante), tratar a conversibilidade como elemento-chave à estabilidade macroeconômica seria como dizer que o referido tripé causa efeitos que deveriam ser “curados” pela livre conversibilidade da conta, nas palavras do Ferrari:

“(...) parece sugerir que o tripé da boa gestão macroeconômica é insuficiente, ou seja, que a estabilidade por ele conquistada não seria sustentável sem a conversibilidade plena. Se assim o for, a conversibilidade está sendo apresentada como uma panacéia, ao contrario do que ele sugere.” (Ferrari, 2005, p 7)

Outra observação feita é acerca da proposta de Arida, segundo a qual não deve haver quaisquer tipos de entraves ou restrições à troca de moeda nacional por estrangeira, porém restringir o uso da última para quitar obrigações internamente seria um dos fatores que inibiriam a conversão voluntária. Sobre esta premissa, Ferrari aponta outra incoerência, pois, se o Banco Central permite que o agente econômico troque de moeda ao seu bel prazer, mas restringe seu uso internamente, então, no fim das contas, a autoridade monetária poderia não ter tanta confiança assim na própria moeda. Neste sentido, a sinalização clara a qual Arida faz

¹⁸ Ver “Controvérsia recentes sobre controles de capitais” (2006)

referencia e na qual ele atribui indicação clara de confiança estaria fundada num mecanismo que poderia transmitir desconfiança no padrão monetário local, o que, segundo o próprio autor, gera desconfiança e tende a aumentar o risco atribuído aos ativos domésticos, aumenta, portanto, o risco-país.

Outra contradição apontada é a de que com a livre conversibilidade, aliada a um câmbio flexível, não haveria mais necessidade de manter reservas internacionais. Porém, Arida (2003) afirma que o Banco Central deve intervir “em momentos determinados, ganhando ou perdendo reservas se deseja evitar a apreciação ou depreciação excessivas da moeda doméstica”. Ora, como poderia haver intervenção se não houvesse reservas? Assim, o próprio Arida prevê imperfeições no mercado cambial, as quais justificam intervenções. Ferrari afirma ainda, sobre Arida, que:

“(...) ao contrário do que ele sugere, com a conversibilidade plena seria necessário manter um volume de reservas em moeda estrangeira muito maior do que no caso em que o BC tivesse a sua disposição instrumentos administrativos para conter ou controlar os fluxos de entrada e saída de moeda estrangeira.” (Ferrari, 2005, p 7)

É fácil perceber, então, através da análise teórica feita por Ferrai (2005) que a proposta de Arida de que a não conversibilidade da conta capital tem efeitos adversos sobre a credibilidade doméstica para com o investidor (doméstico ou estrangeiro), assim como carece de fundamentação teórica a assertiva sobre a relação risco-país e, consequentemente, juros domésticos e conversibilidade.

Utilizar-se da evidência empírica ganha importância aqui, pois esta pode agir como um “voto de minerva” em um debate¹⁹.

A hipótese da proposta liberalizante de que a livre conversibilidade afeta negativamente o risco país e que, consequentemente, as taxas domésticas tendem a aumentar à medida que são impostas restrições aos fluxos financeiros, que encontra “eco” no Brasil em Arida, Bacha e Resende, foi testada por num estudo econométrico realizado por Oreiro, Paula e Silva (2004) que se baseou em testes de co-integração e análise de regressão. O estudo é significativamente ilustrativo, pois analisa a década de 1990 da economia brasileira, marcada pela crescente abertura da conta de capital do Brasil aos fluxos internacionais. Este obteve os seguintes resultados: (i) não existe efeito estatisticamente significativo do nível de conversibilidade, medida pelo índice de controle de capitais de Cardoso e Goldfajn (1998)

¹⁹ Logicamente, não se pode adotar como verdade absoluta qualquer resultado, seja baseado em teoria ou no empirismo. O intuito aqui é meramente construir complemento e consistência à argumentação teórica.

(ICC)²⁰, sobre a variável risco-país e (ii) mesmo com o resultado estatisticamente insignificante, os resultados sugerem que a relação entre conversibilidade e prêmio de risco, ao contrário da argumentativa de Arida, é negativa.

Assim, utilizando novamente a sistematização da proposta de Arida feita por Ferrari (2005) trabalhada no primeiro capítulo e observando que o risco de conversibilidade (RCV) é insignificante, então:

$$(I) T_d = T_i + (S_{t+1} - S_t) + RC + RP,$$

$$(II) T_d = T_i + (S_{t+1} - S_t) + RC + RD + RCV,$$

$$\text{onde: } RD + RCV = RP$$

$$\text{se } RCV = 0, \text{ então, } RP = RD,$$

segue que:

$$(III) T_d = T_i + (S_{t+1} - S_t) + RC + RD,$$

onde:

T_d = taxa doméstica de juros;

T_i = taxa internacional de juros;

S_{t+1} = valor esperado para o preço da moeda estrangeira no mercado *spot* no período $t+1$;

S_t = preço da moeda estrangeira no mercado *spot* no período t

RP , RC e RCV = riscos país, cambial e de conversibilidade, respectivamente.

Segundo a primeira constatação empírica, portanto, a equação II estaria incorreta, atribuindo uma variável não pertencente ao grupo de fatores relevantes às taxas de juros domésticas.

Indo mais além, admitindo como verdadeira a sugestão encontrada no estudo, ou seja, que aumentar o controle sobre os fluxos reduziria as taxas de juros domésticas a variável RCV seria apresentada com sinal negativo.

$$T_d = T_i + (S_{t+1} - S_t) + RC + RD - RCV$$

A assertiva corrobora o achado dos autores. Nas palavras dos próprios:

“Em suma, os resultados mostram que a taxa básica de juros (...) responde negativamente a um impulso no ICC e, portanto, um aumento nos controles de capitais pode diminuir a variação da taxa no curto prazo”. (Ono, F.; Jonas, G.; Oreiro, J. L.; Paula, L.F., p.122, 2006).

²⁰ O ICC é um Índice de Controle de Capitais formulado por Cardoso e Goldfain (1998). Este evidencia as mudanças mensais que afetam os fluxos de capitais autônomos ocorridas na legislação.

Esta, porém, é apenas uma sugestão empírica, conforme advertem os próprios autores, os testes não são determinísticos. O que se pode afirmar com certo grau de razoabilidade é que admitir *a priori* como verdadeira a hipótese defendida pela proposta liberalizante de que os controles induzem ao aumento dos níveis internos de juros é, no mínimo, imprudência científica.

III.1.2) Câmbio

A argumentativa liberalizante aponta a livre flutuação cambial como um instrumento de equilíbrio dos fluxos financeiros. Neste sentido, a própria variação cambial criaria os estímulos da forma mais eficiente possível, tornando desnecessário, e até prejudicial, qualquer tipo de controle sobre a conversibilidade. A argumentativa vai mais além e afirma ainda que a livre flutuação do câmbio tende a ser desajustada pelo risco de conversibilidade. Neste sentido, o risco cambial aumenta devido à maior oscilação causada pelo fator exógeno “controle”. A justificativa estaria basicamente apoiada nas seguintes afirmativas: (i) as expectativas do investidor seriam afetadas negativamente na presença de mecanismos de controle, pois são vistos como um sinalizador de falta de confiança interna (ii) a livre flutuação tem em seu bojo os próprios “remédios” aos movimentos exacerbados do mercado e (iii) o risco de conversibilidade tende a intensificar a oscilação cambial, devido à própria sinalização transmitida aos agentes, ou seja, o risco de conversibilidade afeta diretamente o cambial.

As posições teóricas (i) e (ii) estão assentadas em pressupostos frágeis, analisados no capítulo segundo. Resta, entretanto, averiguar o que nos diz a evidência empírica no tocante ao referido impacto sobre a oscilação da taxa de câmbio e, portanto, sobre o risco cambial resultante do grau de conversibilidade da conta de capital.

Assim como na sessão anterior, nesta será feito uso dos resultados obtidos nos estudos de Oreiro, Paula e Silva (2004), que testaram a aderência à evidência empírica da afirmativa teórica de que restringir a mobilidade dos fluxos financeiros internacionais tende a causar desajustes no equilíbrio do mercado cambial. Os autores utilizaram o Teste de Causalidade de Granger, que investiga o papel determinístico de uma variável (ou de um grupo delas) sobre outras. Conforme dito anteriormente, o estudo baseou-se na década de 1990, palco de importantes mudanças no contexto de controles de capitais. Os resultados obtidos estão representados na seguinte tabela:

Discriminação	DICC	DTXCAMBIO
DICC	-	0.97573
DTXCAMBIO	0.46433	-

Fonte: (Ono, F.; Jonas, G.; Oreiro, J. L.; Paula, L.F., p114, 2006)

A hipótese nula adotada no teste foi a de que alterações na variável da coluna causam efeitos significativos sobre as situadas na primeira linha. Assim, para assumir como verdadeira a hipótese, o valor da célula deverá ser menor do que 10% (valor crítico adotado no teste).

Conforme demonstram os resultados, não se verifica evidência de que o nível de controle de capital influencia de forma estatisticamente significativa a taxa de câmbio. Nas palavras de Oreiro e co-autores (2006):

“Observou-se (...) que a taxa de câmbio não respondeu a um choque no ICC, contrariando a tese de Arida (2004) de que as medidas restritivas sobre o fluxo de capitais causariam um desajuste no mercado cambial”. (Ono, F.; Jonas, G.; Oreiro, J. L.; Paula, L.F., p114, 2006).

Não são encontrados muitos estudos acerca desta prerrogativa teórica, tampouco existem estudos que corroborem com a referida assertiva. O que pode ser dito, portanto, mesmo que de forma não conclusiva, é que a afirmativa sobre a influência “desajustadora” do controle de capital sobre o mercado cambial não tem respaldo empírico e carece de sustentação teórica mais sólida, pois, apoiar-se na justificativa de eficiência de mercado e superestimar a capacidade adaptativa da economia doméstica no tocante realocação dos recursos pode ser vista como uma mera crença (ver capítulo II).

III.1.3) A Relação Conversibilidade - PIB

O ponto central do debate teórico acerca da liberalização financeira (em especial de economias emergentes) reside, provavelmente, na sua relação, positiva ou negativa, com o crescimento econômico. Da perspectiva liberalizante, a conversibilidade plena tende a produzir a melhor alocação possível em nível global. Neste sentido, haveria um fluxo natural de poupança das economias desenvolvidas para as em desenvolvimento. Este fluxo, por vez, aumentaria o investimento agregado destas economias, induzindo, portanto, à elevação da atividade econômica.

A fundamentação teórica para a assertiva da relação positiva entre liberalização financeira e crescimento está apoiada na idéia de que os mercados financeiros internacionais

são eficientes no sentido de Pareto e, conseqüentemente, restringir fluxo financeiro tende a distorcer a alocação paretiana.

No entanto, conforme visto no segundo capítulo deste trabalho, a noção de mercados eficientes pode ser criticada sob o ponto de vista teórico, pois esta tem suas fragilidades expostas quando analisada do ponto de vista da informação assimétrica e da incerteza. Cabe, portanto, realizar um estudo sobre resultados empíricos sobre a relação ora trabalhada, ou seja, liberalização financeira e crescimento econômico.

Cardim de Carvalho (2005) faz um apanhado geral sobre alguns resultados obtidos em estudos econométricos realizados neste sentido. O autor faz uso de estudos realizados por Rodrik (1998), outro por Quinn (1997) e, por último, Edison, Klein, Ricci e Slok (2002), tratados em seguida.

No primeiro, Rodrik faz uso de levantamentos anuais do FMI que listam instrumentos de restrição ao movimento de capitais autônomos nos países membros²¹. Explica em seguida que o indicador utilizado por Rodrik para representar a liberalização financeira é, basicamente, “uma proporção de anos entre 1975 e 1989 durante os quais a conta de capitais estava livre de restrições”. Para representar o (in)sucesso da liberalização foram utilizadas as variáveis de controle PIB *per capita* e matrículas em ensino secundário, ambos no início do período de análise. A amostra era composta por quase cem países. Os estudos de Rodrik levaram-no aos seguintes resultados: (i) não existe evidência de que a ausência de controles resulte em aumento da atividade econômica e (ii) não se verifica correlação entre restrições aos fluxos financeiros internacionais e o crescimento econômico no longo prazo. Nas palavras de Rodrik (1998):

Os dados não oferecem nenhuma evidência de que países em desenvolvimento sem controle de capitais tenham crescido mais rápido, investido mais, ou experimentado inflação menor. Controles de capitais são essencialmente não correlacionados com o desempenho econômico no longo-termo, uma vez que controlemos outros determinantes (Rodrik, 1998, p. 61, apud Cardim de Carvalho, p.25, 2006).

Já Quinn (1997) chega a uma conclusão em sentido contrário. O autor, fazendo uso de indicadores baseados na intensidade dos controles, encontrou uma relação positiva entre liberalização financeira e crescimento econômico. Porém, o mesmo indicador de Quinn foi utilizado posteriormente em um estudo realizado por Edison, Klein, Ricci e Slok (2002) e

²¹ O Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) do FMI provê informações detalhadas sobre os instrumentos de controle de capitais disponíveis em cada país. É importante ressaltar, porém, que a mera existência não implica no uso. Isto configura, portanto, uma ressalva ao uso deste estudo como fonte para resultados empíricos.

demonstraram que este resultado tem a restrição de estar sujeito a viés pelo que aconteceu com países do leste asiático, pois estes já vinham crescendo a altas taxas enquanto abriam suas contas de capital, o que dificulta afirmar que o crescimento é variável dependente da liberalização.

Edison, Klein, Ricci e Slok (2002) realizaram, ainda, outro estudo, que utilizou o índice de controle de capitais construído pelo FMI e, também, como alternativa, um baseado nos fluxos de capitais²². Conforme deveria ser, ambos os resultados chegaram à mesma conclusão, que por vez corrobora o obtido por Rodrik, ou seja, constataram o não relacionamento entre a conversibilidade e crescimento do produto.

Cardim de Carvalho destaca, ainda, que mesmo quando os autores sofisticaram mais os testes, introduzindo hipóteses mais complexas e variáveis de controle, o resultado não foi alterado. Assim, os autores reafirmam:

“Em suma, nós interpretamos os resultados (...) como não rejeitando a visão de que a integração financeira internacional não se relaciona com o crescimento econômico, mesmo quando se permite que essa relação varie sob a influência de diferentes condições econômicas, como as medidas pelo PIB e pelo nível educacional” (Edison, Levine, Ricci e Slok, 2002, p. 21, apud Cardim de Carvalho, p.26, 2006).

Por último, o autor faz um destaque importante ao lembrar que nenhum dos estudos detectou influência da liberalização financeira sobre o PIB mesmo sob as condições ideais preconizadas pelo FMI, quais sejam: desenvolvimento financeiro, institucional e políticas macroeconômicas “sadias”.

Assim, tanto do ponto de vista teórico quanto do empírico, a hipótese de que a liberalização financeira afeta no longo prazo a atividade econômica é extremamente frágil. Sob a perspectiva do empirismo deve ser destacado, ainda, que não se verifica qualquer evidência que corrobore com a justificativa teórica liberalizante.

²² Este seria uma *proxy* para o grau de intensidade dos controles.

CONCLUSÃO

A proposta de liberalização ganhou espaço em debates econômicos nos países desenvolvidos a partir da década de 1970, devido à liberalização financeira iniciada à época. A partir de 1990, com a expansão daquele fenômeno e sob o respaldo do entendimento teórico da eficiência dos mercados, o debate em torno da proposta ganhou força nos países em desenvolvimento.

O argumento central da corrente defensora da livre conversibilidade da moeda é, portanto, que restringir a livre mobilidade do capital afeta adversamente as variáveis macroeconômicas, trazendo efeitos indesejáveis para o nível de emprego da economia. Uma série de problemas, tais como elevação do risco atribuído aos títulos domésticos, aumento do risco cambial e redução do ritmo de crescimento do PIB são, sob a perspectiva teórica liberalizante, conseqüências inerentes ao controle de fluxos financeiros.

Uma análise crítica a respeito dos fundamentos teóricos da referida perspectiva demonstra que a proposta liberalizante superestima a capacidade de as economias adaptarem-se e superarem adversidades tanto internamente quanto em escala internacional. Problemas como assimetria informacional e incerteza são exemplos de empecilhos teóricos negligenciados pelo ideário liberalizante. O mesmo pode ser dito sobre a noção de que o controle de capitais poderia (e deveria) ser substituído pela simples flutuação do câmbio. Da mesma forma que os anteriores problemas são obstáculos à eficiência de mercado, os impactos sobre os preços domésticos e sobre a alocação de recursos também o são.

Ao expandir a análise teórica para o estudo empírico verifica-se que a afirmativa de que os controles de capitais afetam variáveis como câmbio, juros e PIB não possui consistência neste campo de estudo. Diversos estudos, de economistas nacionais ou não, apontam para o caráter duvidoso daquela afirmativa. Em sua maioria, os estudos evidenciaram que tal perspectiva é, no mínimo, precipitada e carece de fundamentos tanto no campo teórico quanto no empírico.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMADO, Adriana M. “Controle de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem pós-Keynesiana.”, in Sicsu, João e Ferrari Filho, Fernando (orgs) – *Câmbio e Controles de Capitais*, Rio de Janeiro, Elsevier.

ARIDA, Pêrsio. “Ainda a Conversibilidade” *Revista de Economia Política*, v. 23, n.3, p. 135-142, 2003a.

_____. “Por uma moeda plenamente conversível” *Revista de Economia Política*, v. 23, n.3, p. 151-154, 2003b

Beluzzo, L.G.; CARNEIRO, R. “O mito da conversibilidade” *Revista de Economia Política*, v. 24, n.2, p. 218-222, 2004

CARDOSO, E. “Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls”. *IMF Staff Papers*, v. 45, n. 1, p. 161-202, 1998.

CARDIM de CARVALHO, F.J. “Controvérsias recentes sobre controles de capitais.”, in Sicsu, João e Ferrari Filho, Fernando (orgs) – *Câmbio e Controles de Capitais*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos F. “Good-bye financial repression, hello financial crash”, *Journal of Development Economics*, 19(1/2), 1985.

_____; PIRES de SOUZA, F.E.; SICSU, J.; De PAULA, L.F.R.;STUDARD, R. *Economia Monetária e Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

FAMA, E. “Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work”. *Journal of Finance*, 25, 1970.

FERRARI FILHO, Fernando & PAULA, L.F. “Regime Cambial e performance econômica: a experiência recente de Brasil, Rússia, Índia e China.”, in Sicsu, João e Ferrari Filho, Fernando (orgs) – *Câmbio e Controles de Capitais*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

_____; JAYME, F.G.; LIMA, G.T.; OREIRO, J. L.; PAULA, L.F. “Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real”. *Revista de Economia Política*, v. 25, n.1, p. 133-151, 2005.

FISCHER, S. “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”. *Essays in International Finance*, n. 207, p. 1-10, Princeton, 1998.

GARCIA, M. G. P. & DIDIER, TATIANA. “Taxa De Juros, Risco Cambial e Risco Brasil”. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Papers/RiscoBrasilPPE0107192.PDF>

KEYNES, J. *Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultura, 1983.

MINSKY, H. “Money, financial markets, and the coherence of a market economy”. *Journal of post Keynesian Economics*, 3 (1), outono 1980.

MODENESI, André de Melo & MODENESI, Rui Lyrio. “Controle de Capitais: uma proposta de esquerda?”, in Sicsu, João e Ferrari Filho, Fernando (orgs) – *Câmbio e Controles de Capitais*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

ONO, F.; JONAS, G.; OREIRO, J. L.; PAULA, L.F. “Uma Avaliação empírica da proposta de conversibilidade do real.”, in Sicsu, João e Ferrari Filho, Fernando (orgs) – *Câmbio e Controles de Capitais*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

OREIRO, J. L.; PAULA, L.F.; SILVA, G.J. “Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha”. *Revista de Economia Política*, v.24, n.2, p.223-237, 2004.

_____. “Incerteza, Comportamento Convencional e Surpresa Potencial”. *Econômica*, v. II, n. 4, P. 111-138, 2000.

QUINN, D. “The correlates of a change in international financial regulation”. *American Political Science Review*, 91 (3), setembro, 1997.

RODRICK, D. “Who needs capital-account convertibility?” *Essays in International Finance*, n. 207, Princeton, 1998.

STIGLITZ, J. *Globalization and its discontents*. Cambridge: MIT Press, 2001.

TOBIN, J. “A proposal for international monetary reform” *Eastern Economic Journal*, v.4, pp. 153-9, 1978.

_____. “Financial Globalization”. *World Development*, v.28, n. 6, p. 1.101-1.104, 2000.